

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周二（5月27日）中国股市涨跌互现。港股收涨，医疗保健、必选消费与电讯业领涨，原材料、地产建筑与工业下跌，南向资金净买入119.75亿港元。A股下跌，有色、电子与汽车跌幅居前，仅农业与基础化工上涨。中概股连跌6日，拼多多1Q盈利大幅下滑、营销费激增，公司称增长放缓不可避免。因美元反弹，人民币汇率小幅走弱。
- 今年港股表现好于A股。一方面，恒指基本面趋势好于沪深300，恒指ROE从2022年的9.4%升至2023年的10.7%和2024-2025年的11%，2025年动态PE 9.8倍，其中资讯科技板块ROE从2022年的5.5%升至2023年的10.6%、2024年的12.9%和2025年的14.1%，沪深300指数ROE则从2022年的12.6%降至2023年的11.7%和2024-2025年的10.8%，2025年动态PE 12.1倍。另一方面，港股资金净流入/市值比超过A股，今年前4个月南下月均净流入达到1,500亿港元，同比增长超过150%，5月至今则降至280亿港元。同时，由于特朗普政策极端化风险、美股美债波动加剧和美元贬值预期，部分中国背景资金从美国市场回流香港，港币汇率走强，Hibor大幅下降，但受监管限制，内地投资者境外资金无法通过北上渠道交易A股。从目前PE-ROE与历史均值比较来看，港股金融、原材料与能源板块和A股必选消费板块具有较大吸引力。
- 在日本长期国债收益率持续上升引发市场担忧之后，日本财务省向市场机构调查询问，可能考虑削减超长期债券发行，日本国债收益率回落，带动全球债市上涨。英国政府宣布削减长债发行而增加短债发行。美国财政部很早已开始削长补短，但受债务上限影响，近期被迫削减所有债券包括短债发行规模。亚太股市料追随美股上涨，因债券收益率回落、美欧贸易谈判传来利好和美国消费者信心回升。
- 美股上涨，可选消费、信息技术与通讯服务领涨，公用事业、能源与必选消费跑输。特朗普赞赏欧盟，对加快贸易谈判感到鼓舞，欧洲一边表示加速谈判一边威胁报复美国科技公司的策略似乎奏效，市场情绪得到提振。5月美国消费者信心指数超预期回升，降低投资者对美国经济担忧。美元加速反弹。

行业点评

- **半导体行业 - 主题投资与宏观趋势：中国云厂商加速AI基础设施建设，云需求持续增强**

中国大规模云厂商（阿里巴巴、腾讯、百度）正在加快AI基础设施投资步伐，1Q25资本支出同比翻倍。尽管三者的总投入仍低于海外超大规模云厂商，但显著的增长表明它们正明确聚焦于扩展算力以支持大模型的训练和推理。尽管短期内受到美国AI GPU出口限制影响，国内云厂商仍坚定地致力于AI的长期发展。值得注意的是，初步回报已开始显现，三家公司云业务均看见显

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|-----------|--------|---------|-------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生指数 | 23,382 | -0.93 | 37.16 |
| 恒生国企 | 8,470 | -1.33 | 46.83 |
| 恒生科技 | 5,183 | -1.22 | 37.68 |
| 上证综指 | 3,341 | -0.23 | 12.29 |
| 深证综指 | 1,971 | -0.11 | 7.25 |
| 深圳创业板 | 1,992 | -1.48 | 5.30 |
| 美国道琼斯 | 42,156 | 1.33 | 11.85 |
| 美国标普500 | 5,895 | 1.60 | 23.60 |
| 美国纳斯达克 | 19,120 | 2.04 | 27.37 |
| 德国DAX | 24,269 | 2.71 | 44.88 |
| 法国CAC | 7,843 | 1.41 | 3.98 |
| 英国富时100 | 8,789 | 0.82 | 13.65 |
| 日本日经225 | 37,724 | 1.52 | 12.73 |
| 澳洲ASX 200 | 8,408 | 0.56 | 10.76 |
| 台湾加权 | 21,337 | -1.46 | 18.99 |

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

| | 收市价 | 升/跌 (%) | |
|--------|--------|---------|--------|
| | | 单日 | 年内 |
| 恒生金融 | 40,913 | 0.15 | 37.19 |
| 恒生工商业 | 13,229 | -1.60 | 43.26 |
| 恒生地产 | 16,385 | 0.47 | -10.60 |
| 恒生公用事业 | 36,449 | -1.09 | 10.88 |

资料来源: 彭博

著增长，主要受企业 AI 服务采用率上升带动。展望未来，我们预计这种投资势头将在 2025 年持续，利好本土 AI 供应链企业，如中际旭创（300308 CH，买入，目标价：151 元）、生益科技（600183 CH，买入，目标价：34.5 元）、深南电路（002916 CH，买入，目标价：146.8 元）。（[链接](#)）

公司点评

■ 快手（1024 HK，买入，目标价：80.0 港元）- 1Q25 业绩符合预期；AI 商业化加速

快手公布了符合预期的 1Q25 业绩：总收入同比增长 11% 至 326 亿元，调整后净利润同比增长 4% 至 46 亿元，符合一致预期。可灵 AI 商业化表现好于我们预期，1Q25 总收入超 1.5 亿元。在可灵 AI 2.0 升级的支持之下，我们更加看好快手 AI 的商业化，并预计可灵 AI 在 FY25 的收入将超过 7 亿元。展望 2Q25，我们预计总收入将同比增长 12%，其中在线营销和电商收入增长均将加速。我们基本维持 FY25-27 盈利预测不变。我们维持基于 SOTP 的目标价 80.0 港元。快手目前的交易价格仅对应 10x FY25 非 IFRS 下 PE，相较行业平均水平（16x）和公司两年历史平均水平（15x）均具备吸引力；而且公司有望在收入端及运营效率层面持续受益于 AI 发展。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 拼多多（PDD US，买入，目标价：134.5 美元）- 投资加强平台生态系统，用户留存影响短期收益

拼多多公布 1Q25 业绩：营收同比增长 10.2%（4Q24：24.4%），达到 957 亿元人民币，较彭博一致预期低 6%，主因交易服务费较预期低 12%，但在线营销服务和其他收入超出预期 2%，在一定程度上弥补了这一差距。我们认为，交易服务费低于预期主因对商家支持力度的进一步加大，且这种情况或持续。Non-GAAP 净利润同比下降 45% 至 169 亿元人民币，较市场预期低 39%，我们认为这主因销售和营销支出高于预期，以应对其他电商平台在“国补”下用户心智更强的竞争压力。此外，拼多多在 2025 年 4 月揭晓“千亿扶持”计划，以丰富商品供给多样性及优化平台生态，并增强用户留存率，我们认为这两者都会对短期利润增长造成压力。考虑到这些影响，我们将 2025-2027 年的 non-GAAP 净利润预期下调了 25%-31%，但认为利润增长拐点或有望在 4Q25 显现，届时首批平台生态强化举措和“国补”活动将届满一年，基数效应将有望缓和。我们将基于 SOTP 的目标股价下调了 21% 至 134.5 美元，对应 15x non-GAAP PE。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 谷歌（GOOG US，买入，目标价：218.0 美元）- 2025 年 I/O 大会：AI 提升各场景用户体验

谷歌在 2025 年 I/O 开发者大会更新了关于搜索、大模型以及 AI 应用的最新进展，重点产品更新包括：1) 搜索：在美国地区正式推出基于 Gemini 2.5 的 AI 原生搜索功能 AI Mode，包含深度搜索、实时搜索和智能体等一系列 AI 能力，改善用户搜索体验；2) 基底模型：发布新版 Gemini 2.5 Flash，进一步提升编程以及复杂任务的处理能力，并且提高效率 22%；3) 多模态模型：发布视频生成模型 Veo 3 和图像生成模型 Imagen 4，在多模态内容生成领域持续保持领先优势；4) 原生 AI 应用：Gemini App 推出一系列新功能，包括 Agent Mode，结合网页浏览、深度研究和应用操作等一系列能力，能够全程完成复杂任务。基于行业领先的基底模型、庞大的用户基础以及良好 AI 产品能力，我们看好谷歌维持在搜索市场的领先优势，抵御大模型的竞争威胁。

我们维持对于谷歌的盈利预测和目标价，预计 FY25/26E 搜索广告收入同比增长 10%/9%。维持买入评级。 ([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价：65.91 港元) - 1Q25 业绩超预期；看好 2H25E 高端化战略、YU7 爬坡和 SOC 突破**

小米 2025 年第一季度调整后收益为 107 亿元人民币（环比增长 28%，同比增长 64%），比我们/一致预期高出 8%/18%，这主要归因于所有细分市场的强劲销售以及智能手机组合、物联网 ASP 和智能电动汽车 GPM 的改善。展望 2025 年，我们预计智能手机/电动汽车高端化战略、物联网/电动汽车产能提升和内部 SoC 芯片将继续推动更好的收入组合和盈利增长。我们对小米的人 x 车 x 家生态系统扩张、高端化战略、智能手机/AIoT 海外市场和智能电动汽车业务增长持乐观看法。我们将 FY25-27E 每股收益上调了 5-10%，考虑到 1Q25 业绩和所有业务板块 2025 年更好的前景展望。我们基于分部估值法的新目标价为 65.91 港元，意味着 2025 年市盈率为 37.7 倍。维持买入评级。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

| 公司名字 | 股票代码 | 行业 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 | 市盈率(倍) | | 市净率(倍) | ROE(%) | 股息率 |
|------------|-----------|---------|----|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|------|
| | | | | (当地货币) | (当地货币) | 空间 | 1FY | 2FY | 1FY | 1FY | 1FY |
| 长仓 | | | | | | | | | | | |
| 吉利汽车 | 175 HK | 汽车 | 买入 | 18.06 | 24.00 | 33% | 12.0 | 11.0 | 1.7 | 17.4 | 2.8% |
| 小鹏汽车 | XPEV US | 汽车 | 买入 | 19.50 | 28.00 | 44% | N/A | N/A | 0.7 | N/A | 0.0% |
| 中联重科 | 1157 HK | 装备制造 | 买入 | 5.70 | 7.40 | 30% | 11.2 | 10.0 | 0.8 | 7.2 | 6.9% |
| 三一重工 | 600031 CH | 装备制造 | 买入 | 18.41 | 22.00 | 20% | 20.2 | 17.5 | 2.0 | 10.4 | 2.4% |
| 瑞幸咖啡 | LKNCY US | 可选消费 | 买入 | 32.00 | 40.61 | 27% | 20.0 | 16.9 | 1.2 | 27.3 | 0.0% |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 可选消费 | 买入 | 89.80 | 133.86 | 49% | 4.6 | 17.0 | 5.2 | 31.0 | 1.6% |
| 华润饮料 | 2460 HK | 可选消费 | 买入 | 13.22 | 18.61 | 41% | 0.6 | 0.7 | 2.3 | 17.2 | 3.3% |
| 百济神州 | ONC US | 医药 | 买入 | 239.63 | 359.47 | 50% | 126.1 | 30.3 | 8.6 | N/A | 0.0% |
| 信达生物 | 1801 HK | 医药 | 买入 | 59.55 | 61.71 | 4% | 220.6 | 129.5 | 6.7 | 3.2 | 0.0% |
| 友邦保险 | 1299 HK | 保险 | 买入 | 65.20 | 89.00 | 37% | 98.8 | 89.3 | 14.7 | 15.7 | 0.4% |
| 中国财险 | 2328 HK | 保险 | 买入 | 15.08 | 15.80 | 5% | 9.3 | 8.6 | 1.1 | 13.4 | 4.4% |
| 腾讯 | 700 HK | 互联网 | 买入 | 512.00 | 660.00 | 29% | 18.9 | 17.3 | 3.7 | 19.3 | 1.0% |
| 阿里巴巴 | BABA US | 互联网 | 买入 | 119.42 | 155.50 | 30% | 1.6 | 1.4 | 0.3 | 11.9 | 5.4% |
| 携程集团 | TCOM US | 互联网 | 买入 | 62.66 | 70.00 | 12% | 2.5 | 2.3 | 0.3 | 10.3 | 1.7% |
| 绿城服务 | 2869 HK | 房地产 | 买入 | 4.12 | 6.13 | 49% | 15.3 | 12.9 | 1.4 | 11.4 | 5.2% |
| 小米集团 | 1810 HK | 科技 | 买入 | 51.55 | 59.99 | 16% | 33.7 | 27.7 | 5.2 | 13.6 | 0.0% |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 科技 | 买入 | 32.40 | 43.22 | 33% | 13.4 | 10.8 | 1.8 | 15.1 | 2.3% |
| 地平线机器人 | 9660 HK | 半导体 | 买入 | 7.92 | 8.90 | 12% | 22.0 | 146.7 | 8.9 | N/A | 0.0% |
| 韦尔股份 | 603501 CH | 半导体 | 买入 | 126.87 | 176.00 | 39% | 29.9 | 20.8 | 5.4 | 19.2 | 0.5% |
| 贝克莱 | 2149 HK | 半导体 | 买入 | 50.20 | 69.50 | 38% | 13.9 | 10.6 | N/A | 19.5 | 0.0% |
| 北方华创 | 002371 CH | 半导体 | 买入 | 429.20 | 512.00 | 19% | 30.9 | 24.1 | 6.0 | 21.6 | 0.4% |
| Salesforce | CRM US | 软件与IT服务 | 买入 | 275.48 | 388.00 | 41% | 24.4 | 21.9 | 4.4 | 11.1 | 0.5% |

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年5月27日）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际环球市场并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。